

0- 793500

На правах рукописи

Погосьян Вадим Суренович

Закрытые паевые инвестиционные фонды недвижимости в России

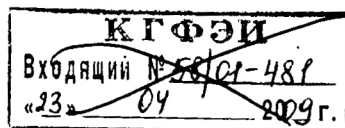
Специальность 08.00.10 - Финансы, денежное обращение и кредит

Автореферат

диссертации на соискание ученой степени

кандидата экономических наук

Москва 2009



Работа выполнена в Российской экономической академии им. Г.В. Плеханова, на
кафедре «Биржевого дела и ценных бумаг»

Научный руководитель — доктор экономических наук, профессор
Кещян Вазген Геворкович

Официальные оппоненты: доктор экономических наук, профессор
— **Грядовая Ольга Викторовна**
Кандидат экономических наук
— **Диденко Александр Сергеевич**

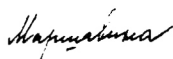
Ведущая организация — ГОУ ВПО Государственный университет
управления

Защита состоится 20 мая 2009 года в 13 час. на заседании диссертационного
совета Д 212.196.02 в Российской экономической академии имени Г.В. Плеханова по
адресу: 117997, г. Москва, Стремянный переулок, д. 36.

С диссертацией можно ознакомиться в библиотеке Российской экономической
академии имени Г.В. Плеханова.

Автореферат разослан 20 апреля 2009 года.

Ученый секретарь
диссертационного совета



Маршавина Л.Я.

НАУЧНАЯ БИБЛИОТЕКА КФУ



0000802257

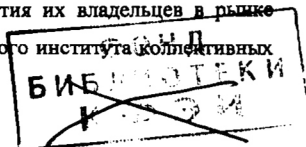
1. ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА РАБОТЫ

Актуальность темы исследования определяется необходимостью всестороннего изучения синергии рынков ценных бумаг и недвижимого имущества, выраженной в инструменте рынка коллективных инвестиций – закрытом паевом инвестиционном фонде недвижимости (далее – ЗПИФ недвижимости). Ценные бумаги ЗПИФа недвижимости – инвестиционные паи, с одной стороны, являются удостоверением доли инвестора в имуществе фонда, с другой стороны, – бездокументарной ценной бумагой, свободно обращающейся на вторичном рынке, в том числе на биржевом.

Появившись впервые лишь в 2003 году, т.е. на семь лет позже фондов, ориентированных на инвестирование средств в фондовый рынок, ЗПИФы недвижимости сегодня занимают ведущие позиции как по объемам активов под управлением, так и по количеству действующих фондов. Важной экономической функцией, выполняемой данной категорией фондов, является привлечение капитала населения в развивающийся рынок недвижимости. Принимая во внимание стоимость одного квадратного метра жилой и нежилкой недвижимости в наиболее экономически развитых регионах РФ и соотнося ее со среднестатистическим уровнем доходов граждан, можно сделать вывод, что для подавляющего большинства трудоспособного населения РФ приобретение инвестиционных паев закрытых паевых инвестиционных фондов является единственно доступным способом вложения средств в недвижимость в инвестиционных целях.

Не менее важной является и социальная функция ЗПИФов недвижимости. По оценкам Правительства РФ, при сохранении текущих темпов строительства дефицит жилья в общероссийском масштабе будет устранен не менее, чем через 15 лет. Национальный проект «Доступное и комфортное жилье гражданам России» был призван ускорить срок восполнения этого дефицита, однако практика показала, что задача требует комплексного и всестороннего решения не только со стороны государства, но и со стороны коммерческих организаций и граждан. Закрытые паевые инвестиционные фонды, вкладывающие капитал частных лиц в строительство жилой недвижимости, способствуют увеличению объема ежегодно возводимого жилья, а значит, участвуют в решении одной из наиболее важных социальных проблем России.

Поскольку инвестиционные паи ЗПИФов являются инструментом фондового рынка РФ и в то же время формой удостоверения участия их владельцев в рынке недвижимого имущества, комплексное исследование данного института коллективных



инвестиций будет способствовать развитию более тесных экономических связей между различными отраслями российской экономики.

Приведенные выше обстоятельства обусловили выбор темы исследования и определили ее цель.

Степень научной разработки проблем функционирования закрытых паевых инвестиционных фондов недвижимости определяется уровнем развития рынка коллективных инвестиций США, стран Европы и Азиатско-Тихоокеанского региона. В отчетах зарубежных саморегулируемых организаций, курирующих деятельность институтов коллективных инвестиций в недвижимость, таких как NAREIT (США) и EPRA (Евросоюз), представлены результаты многочисленных исследований, направленных на изучение путей использования привлеченных фондами активов, а также целей, для достижения которых инвесторы приобретают эти инструменты. Некоторые аспекты инвестирования средств в фонды недвижимости нашли отражение в работах зарубежных авторов, таких как Antony M., Bowman R., Byrnes B., Harris J., Khamkongkaew W., Koonar K., Nelson S., Charles and Kim Petty, Roach M., Selengut S., Smyth G., Sternberg J., Teo J., Valentine R., Voudrie J., Wong P., Wozny B., Yew C. Основные принципы формирования портфелей ценных бумаг, включающих в себя инвестиционные паи ЗПИФов недвижимости, и некоторые вопросы функционирования фондов недвижимости рассматривались в работах российских исследователей Айзина К., Архиповой Е., Барановской Н., Бачерова А, Белых Л.П., Бескровного А., Богданова А., Булатова В.В., Долгова В., Евстратовой У., Жука Е., Кирьянова М., Колесникова В.И., Коробова А., Кущенко В.В., Морозовой Л., Перельман Е., Плаксенова Е., Рожкова А., Сямагина Д., Старых Н., Трусковой О., Шемендока Р.

При этом остается ряд неисследованных или спорных проблем, связанных с вторичным обращением инвестиционных паев паевых инвестиционных фондов на зарубежных фондовых биржах, влиянием управляющих компаний ПИФов на спрос и ожидания инвесторов, поиском наиболее эффективных путей дистрибуции инвестиционных паев. К тому же данная область экономической науки требует обобщения уже накопленных, но разобщенных знаний и выработки практических рекомендаций.

В центре внимания большинства исследователей находится определение класса недвижимого имущества, инвестирование в которое позволит паевым инвестиционным фондам продемонстрировать наибольшую доходность при сохранении заданного

уровня риска. Данное исследование направлено на изучение особенностей функционирования российского рынка коллективных инвестиций в недвижимость, а также проблем, решение которых позволит значительно увеличить объем частного российского и зарубежного капитала, привлекаемого ЗПИФа недвижимости.

Целью диссертационного исследования является определение генезиса и эволюции закрытых паевых инвестиционных фондов недвижимости для обеспечения синергетического эффекта от взаимодействия фондового рынка и рынка недвижимости.

В соответствии с поставленной целью работа была ориентирована на решение следующего комплекса взаимосвязанных задач:

- определить специфику закрытого паевого инвестиционного фонда недвижимости как формы инвестирования средств в рынок недвижимого имущества;
- дать экономическую характеристику инвестиционных паев закрытого паевого инвестиционного фонда недвижимости;
- выявить преимущества и недостатки закрытых паевых инвестиционных фондов как инструмента инвестирования денежных средств в рынок недвижимого имущества;
- провести всестороннюю классификацию закрытых паевых инвестиционных фондов недвижимости;
- провести анализ функционирования российских закрытых паевых инвестиционных фондов недвижимости и определить основные проблемы, препятствующие их работе;
- изучить зарубежный опыт работы рынка коллективных инвестиций в недвижимое имущество;
- определить перспективы российского рынка коллективных инвестиций и путей развития закрытых паевых инвестиционных фондов недвижимости.

Объектом исследования являются российские закрытые паевые инвестиционные фонды недвижимости.

Предметом исследования выступает инвестирование денежных средств в недвижимое имущество с использованием закрытых паевых инвестиционных фондов недвижимости.

Методологической и теоретической основой диссертационного исследования являются общенаучные методы познания: диалектика, системный и логический анализ экономической информации и практического опыта, классификация и группировка, исторический и экономико-статистический методы.

В основе исследования проблем функционирования закрытых паевых инвестиционных фондов недвижимости в России лежат работы специалистов, посвященные особенностям работы российского рынка коллективных инвестиций: Абрамова А., Абрамова С.И., Бачерова А., Барда В.С., Белых Л.П., Богла Дж., Воронцовского А. В., Ворфоломеева А., Галанова В.А., Грабарова А., Деришевой О., Залко Г., Капитана М., Кидуэлла Д.С., Колесникова В.И., Коробова А., Кривошеевой И.В., Кущенко В.В., Липавского В., Миловидова В.Д., Рубцова Б. Б., Чулюкова Ю.В. и других.

Эмпирическую основу исследования составили:

- законодательные акты Российской Федерации, США и других стран, нормативные документы Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг Российской Федерации и Федеральной службы по финансовым рынкам, регулирующие паевые инвестиционные фонды;
- статистические и справочные материалы, отчеты саморегулируемых организаций, аналитические и обзорные материалы отечественных и зарубежных институтов и информационных агентств, а также информация фондовых бирж за период с 2002 по 2008 год;
- публикации в специальной периодической печати России и зарубежных стран, материалы научных конференций.

Научная новизна результатов исследования состоит в определении закрытого паевого инвестиционного фонда в качестве наиболее эффективной формы инвестирования средств в рынок недвижимого имущества.

Основные научные результаты, полученные в диссертации:

- определена специфика экономической и юридической сущности закрытых паевых инвестиционных фондов, а также их отличия от иных форм инвестирования денежных средств в рынок недвижимого имущества;
- определены особенности, преимущества и недостатки инвестиционных паев закрытых паевых инвестиционных фондов недвижимости по сравнению с иными инструментами фондового рынка, стоимость которых в высокой степени зависит от динамики развития рынка недвижимого имущества;
- разработана классификация закрытых паевых инвестиционных фондов недвижимости в соответствии с группой факторов, влияющих на перечень выполняемых данным институтом рынка коллективных инвестиций функций;

- выявлены специфика и особенности функционирования российской системы коллективных инвестиций в недвижимость;
- сформулированы предложения по изменению порядка работы закрытых паевых инвестиционных фондов недвижимости. Изменения направлены на решение существующих инфраструктурных проблем и повышение привлекательности российских ЗПИФов недвижимости, как для российских, так и зарубежных инвесторов;
- определены основные пути развития закрытых паевых инвестиционных фондов недвижимости в среднесрочной перспективе.

Практическая значимость результатов исследования состоит в определении наиболее насущных и актуальных проблем, решение которых позволит привлечь капитал частных и институциональных инвесторов на рынок коллективных инвестиций в недвижимость. Кроме того, классификация фондов недвижимости и определение различных путей использования этого института будут способствовать дальнейшей интеграции рынка ценных бумаг и рынка недвижимого имущества за счет более полного использования их экономических потенциалов. Результаты работы также могут быть использованы управляющими компаниями паевых инвестиционных фондов при формировании стратегии развития закрытых паевых инвестиционных фондов недвижимости на среднесрочную перспективу.

Апробация работы. Диссертационная работа выполнена в рамках научно-исследовательских работ Российской экономической академии имени Г.В. Плеханова. Результаты исследования использованы в практической деятельности ООО «Управляющая компания «Альфа-Капитал».

Основные положения и выводы диссертации изложены в 5 публикациях общим объемом 2,5 п.л., в том числе одна публикация в издании, рекомендованном ВАК.

2. ОСНОВНОЕ СОДЕРЖАНИЕ РАБОТЫ

В соответствии с целью и задачами исследования в диссертации рассмотрены следующие группы проблем.

Первая группа проблем, исследуемых в диссертации, заключается в определении теоретических основ функционирования закрытого паевого инвестиционного фонда как специфической формы существования капитала, отличной от наиболее распространенных форм консолидации капитала нескольких лиц в предпринимательских целях, таких как акционерные общества и общества с ограниченной ответственностью.

Деятельность по доверительному управлению имуществом, составляющим паевые инвестиционные фонды, а также особенности правового и налогового статуса имущества, составляющего паевой инвестиционный фонд, основываются на следующих принципах:

- паевой инвестиционный фонд – это обособленный имущественный комплекс, то есть это объект гражданских прав и обязанностей, в связи и по поводу которого возникают отношения между субъектами гражданских правоотношений;
- имущество, поделенное на равные по стоимости и объему предоставляемых прав доли, не имеющие материального выражения, удостоверенные бездокументарными ценными бумагами – инвестиционными паями;
- имущественный комплекс, не являющийся юридическим лицом, то есть паевой инвестиционный фонд никаких самостоятельных действий с правовой точки зрения не совершает и не может являться стороной каких-либо правоотношений;
- объединение круга лиц на основании особого публичного договора доверительного управления, условия которого одинаковы для всех – договора доверительного управления паевым инвестиционным фондом (далее - правила доверительного управления).

Модель ЗПИФа недвижимости обладает некоторыми особенностями, нехарактерными для каких-либо иных моделей инвестирования капитала в реальный сектор экономики. ЗПИФ недвижимости – это специфическая форма существования капитала, для которой характерна оторванность его экономической обособленности от юридического способа его обособления, т.е. его экономическая обособленность не сопровождается юридическим обособлением, как это происходит, например, у юридических лиц или некоммерческих организаций. С точки зрения законодательства,

ЗПИФ недвижимости – обособленный имущественный комплекс, состоящий из имущества пайщиков и не имеющий права принимать самостоятельных решений. В то же время, с точки зрения экономической науки, он является формой существования частных (обособленных) капиталов на современном рынке ценных бумаг и идентичен форме существования капитала организаций.

Система коллективных инвестиций в России устроена таким образом, что ПИФ является обособленным имущественным комплексом имущества владельцев инвестиционных паев. Он не является юридическим лицом, а значит вступать в договорные отношения с иными участниками экономической среды не может. Эту функцию выполняет управляющая компания паевого инвестиционного фонда. Основной ее задачей является принятие решений в отношении имущества фонда, а также ведение его баланса, подготовка отчетности и привлечение новых капиталов в фонд. Действуя в соответствии с Гражданским кодексом в качестве доверительного управляющего, управляющая компания заключает все сделки от имени Фонда, ставя в договорах пометку «Д.У.» и указывая наименование ПИФа. При несоблюдении этого условия договор считается заключенным в интересах самой управляющей компании, т.е. все издержки по нему она несет за счет собственных средств, а не за счет имущества Фонда.

Помимо управляющей компании активное участие в работе ЗПИФа принимает специализированный депозитарий. В его функции входит контроль за совершением сделок с имуществом ПИФа, а также хранение и учет его имущества. При несоблюдении управляющей компанией требований законодательства или правил доверительного управления фондом специализированный депозитарий обязан направить соответствующее уведомление в адрес ФСФР России и управляющей компании. Более того, в случае нанесения ущерба владельцам инвестиционных паев, за исключением ущерба от действия рыночных факторов, специализированный депозитарий несет с управляющей компанией солидарную ответственность перед пайщиками.

Таким образом, еще одной особенностью закрытых паевых инвестиционных фондов недвижимости является разрозненность контрольных и управленческих функций в них между несколькими независимыми организациями.

Не менее важной является и универсальность использования модели закрытого паевого инвестиционного фонда недвижимости. Он может быть использован как для привлечения активов большого числа физических и юридических лиц и дальнейшего

размещения их на рынке недвижимого имущества, так и для решения бизнес-структурами задач, не связанных с инвестиционной деятельностью.

В зависимости от целевой аудитории инвесторов, на которую рассчитан паевой инвестиционный фонд, выделяют розничные и специализированные ЗПИФы. Отличительной чертой розничных фондов является их стремление к получению максимально возможного дохода при заданном уровне риска, высокая информационная прозрачность деятельности, а также большое количество инвесторов таких фондов. Специализированные фонды создаются управляющими компаниями для взаимодействия с заранее определенным стратегическим инвестором и необязательно стремятся к получению дохода. ЗПИФ недвижимости – инструмент, который помимо основного своего предназначения может способствовать эффективному решению задач организаций и холдингов по управлению и защите имеющихся у них объектов недвижимости от недружественных действий со стороны иных организаций.

Разнообразие направлений использования закрытых паевых инвестиционных фондов недвижимости в зависимости от их целевой аудитории можно изобразить в виде схемы (рисунок 1):

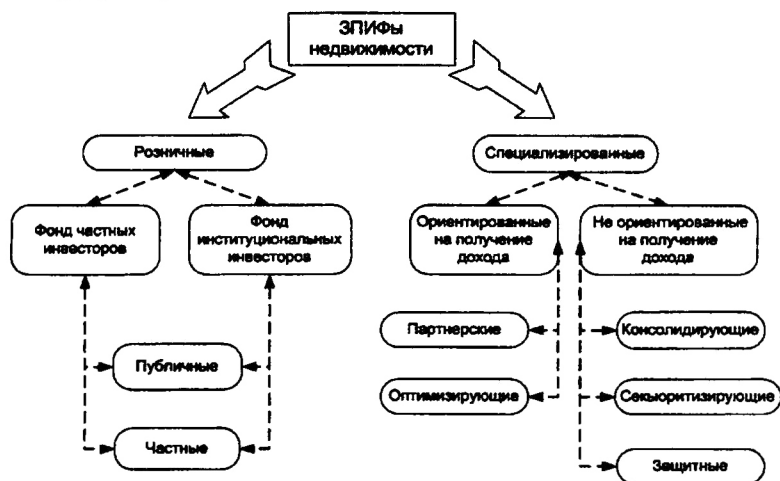


Рис 1. Направления использования модели закрытого паевого инвестиционного фонда

ЗПИФы недвижимости можно также классифицировать по предлагаемой ими инвестиционной стратегии. По этому критерию ЗПИФы можно разделить на фонды с

агрессивной стратегией управления, фонды с консервативной стратегией управления и фонды со смешанной стратегией управления.

К первой группе фондов относятся строительные и девелоперские ЗПИФы, формирующие доход за счет активных и высокорисковых операций с недвижимым имуществом. К группе консервативных фондов относятся фонды, ориентированные на получение рентного дохода от эксплуатации объектов недвижимости. Фонды, сочетающие агрессивную и консервативную стратегии управления, относятся к группе ЗПИФов со смешанной стратегией управления. Варианты инвестиционных стратегий, которых придерживается управляющая компания при управлении фондом недвижимости, изображены на схеме (Рисунок 2):

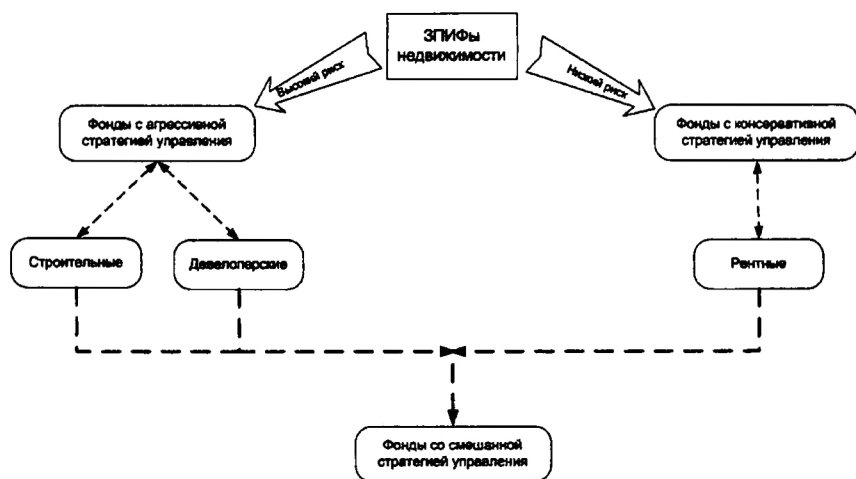


Рис. 2 Варианты инвестиционных стратегий ЗПИФов недвижимости

Поскольку в зависимости от стратегии управления фондом отличается и величина риска, который берет на себя инвестор, а также потенциальная доходность его инвестиций, то можно сделать вывод, что закрытый паевой инвестиционный фонд недвижимости является уникальным способом коллективного инвестирования средств в рынок недвижимого имущества, позволяющим участвовать в развитии данного сектора экономики всем категориям инвесторов с разной степенью готовности к риску.

Вторая группа проблем, исследованных в диссертации, связана с определением путей повышения эффективности работы инфраструктуры закрытых паевых

инвестиционных фондов недвижимости для обеспечения стабильного развития данного сегмента рынка коллективных инвестиций, его популяризации среди инвесторов.

Вопрос изыскания внутренних источников финансирования сейчас является крайне актуальным в Российской Федерации. Речь идет о привлечении средств физических лиц и институциональных инвесторов в инструменты рынка ценных бумаг.

По оценкам экспертов, сумма денежных средств, находящаяся у физических и юридических лиц и не участвующая в создании ВВП, составляет триллионы рублей. При не преодоленном до сих пор недоверии населения к инвестированию в финансовые структуры государственная инвестиционная политика должна ставить своей главной задачей формирование благоприятной среды для роста инвестиционной активности. При этом основными принципами политики государства по отношению к частным и корпоративным инвесторам должно быть невмешательство в их деятельность, максимальное содействие формированию необходимой законодательной базы для повышения их инвестиционной активности и обеспечения надежной защиты вкладываемых средств.

Для подавляющего большинства граждан рынок ценных бумаг и рынок недвижимости как способ сбережения и накопления средств практически недоступен ввиду достаточно высокого порога необходимых первоначальных инвестиций. При всей своей привлекательности и возможности приносить значительные доходы инвесторам оба эти рынка требуют профессионализма, значительных затрат времени и денежных средств, постоянной работы с информацией, умения прогнозировать и предвидеть "поведение" ценных бумаг и недвижимости.

Один из способов повышения доступности для инвестиций фондового рынка и рынка недвижимости в Российской Федерации - приобретение физическими и юридическими лицами инвестиционных паев паевых инвестиционных фондов. Но для этого предварительно необходимо решить ряд проблем, которые можно условно разделить на две группы:

1. Проблемы, выраженные в отсутствии массового спроса со стороны населения на инструменты рынка ценных бумаг. Причиной данных проблем является невысокий уровень доходов большей части населения РФ, а также незнание современных способов инвестирования у финансовообеспеченной части граждан и корпораций.

2. Инфраструктурные проблемы, основной причиной которых является превышение темпов развития рынка закрытых паевых инвестиционных фондов

недвижимости над темпами адаптации и изменения российской нормативной правовой базы и повышения квалификации сотрудников управляющих компаний, а также их количества.

Ключом к решению первой группы проблем является повышение степени информированности частных и корпоративных инвесторов о современных способах инвестирования свободных денежных средств. Уровень финансовой грамотности населения в настоящее время чрезвычайно низок и его повышение - актуальная потребность для всех участников рынка ценных бумаг. Многие эксперты полагают, что рост финансовой грамотности приведет к стабильному повышению уровня пользования финансовыми продуктами.

Хотя сами управляющие компании заинтересованы в росте финансовой грамотности населения, немногие из них делают что-либо для ее повышения. Основным барьером является то, что повышение финансовой грамотности является масштабной задачей и требует большого ресурсного обеспечения. Тратить такие деньги на создание общественного блага для всего рынка участники, включая лидирующие компании, по отдельности не готовы.

Однако в случае появления национальной программы повышения финансовой грамотности населения и участия государства в качестве координатора данного процесса, представители всех секторов финансового рынка будут готовы участвовать в той или иной мере в реализации данной программы.

По мнению ряда специалистов, в том числе сотрудников Национального агентства финансовых исследований, активно участвующего в финансовом просвещении граждан, государство совместно с компаниями - участниками финансового рынка помимо выработки целей программы и способов их достижения должно:

- стать организатором публичной дискуссии по этой теме;
- следить за тем, чтобы программы повышения финансовой грамотности не свелись к рекламным и маркетинговым действиям по продвижению продуктов и привлечению клиентов;
- наладить сбор и анализ информации, например, по тем жалобам от населения, которые поступают в государственные организации, контролирующие и регулирующие финансовые рынки;

- совершенствовать законодательную базу, для того чтобы недобросовестные участники не имели возможности предоставлять финансовые услуги населению;

- проводить политику повышения прозрачности работы финансовых институтов и конкурентности финансового рынка: раскрытие информации, унификация договоров.

Повышение финансовой грамотности населения нельзя ограничить только обучением, оно обязательно должно сопровождаться также повышением прозрачности работы самих финансовых институтов, доступности информации об их услугах, сравнимости условий по различным продуктам. При всей открытости инфраструктуры рынка коллективных инвестиций управляющие компании при всем желании не могут предоставить инвесторам качественный и понятный сервис, поскольку законодательство РФ не в полной мере охватывает деятельность пассивных инвестиционных фондов, т.е. недостаточно регулирует отдельные аспекты их деятельности.

В первую очередь речь идет о правоприменении в области налогового права, поскольку активы ЗПИФов могут состоять не только из ценных бумаг, но и из объектов недвижимости и прав на него, являющихся объектами налогообложения. Необходимо уточнить ряд положений Налогового кодекса для однозначного определения налогоплательщиков и налоговой базы по таким важнейшим налогам, как НДС, налог на имущество организаций, налог на имущество физических лиц, земельный налог. Безальтернативное их толкование сделает коллективное инвестирование в недвижимое имущество понятным и предсказуемым с точки зрения расчета финансового результата различных категорий инвесторов.

Для определения принципов и наиболее эффективных мер по решению инфраструктурных проблем в РФ представляется целесообразным изучить зарубежный опыт работы рынка коллективных инвестиций в недвижимость. На сегодняшний день ряд стран имеют более продолжительную, чем в России, практику работы этого инструмента финансового рынка. К ним относятся: США, Австралия, Бельгия, Греция, Канада, Япония, Нидерланды, Турция, Сингапур. Во всех перечисленных государствах система коллективного инвестирования в недвижимость базируется на следующих принципах:

- создание компании в форме акционерного общества или партнерства с ограниченным количеством долей, являющегося юридическим лицом;

- корпоративная структура управления;
- наличие требований к количеству и правовому статусу акционеров;
- необходимость обязательной процедуры листинга на одной из фондовых бирж (в большинстве стран);
- инвестирование привлеченных средств в готовые объекты недвижимости с целью дальнейшей сдачи ее в аренду. Лишь в некоторых странах, в частности во Франции и Испании, разрешается инвестировать часть средств в девелопмент объектов, но только с целью последующей их аренды;
- подавляющая часть текущего дохода – от 80 % до 100 % должна ежегодно распределяться между владельцами акций (долей). Исключение составляет Испания, где такое требование отсутствует;
- компания – организатор коллективного инвестирования в недвижимость не является плательщиком налога на прибыль организаций при выполнении указанных выше условий.

Эффективность перечисленных выше принципов работы системы коллективных инвестиций подтверждается более чем пятидесятилетним опытом их применения за рубежом. Поэтому их адаптация к российской экономической и правовой среде может стать катализатором бурного развития данного сегмента рынка ценных бумаг, выраженного в опережающих темпах роста объема привлечения ЗПИФами недвижимости средств частных и корпоративных инвесторов, в том числе зарубежных.

Первыми шагами к приведению российской системы коллективных инвестиций к мировым стандартам должны стать следующие действия:

1. Определение правовой формы паевого инвестиционного фонда в качестве юридического лица. Предлагается разработать перечень требований, при соответствии которым юридическое лицо будет признаваться субъектом коллективных инвестиций в недвижимость с предоставлением ему соответствующих налоговых льгот. Такая мера будет способствовать более четкому пониманию участниками рынка недвижимости роли форм коллективных инвестиций в формировании и функционировании рынка, а также устранению ряда законодательных противоречий, мешающих развитию отрасли. Наиболее оптимальным способом достижения этой цели могло бы стать предоставление налоговых льгот акционерным инвестиционным фондам, являющимся аналогами ПИФов и создающимся в форме ОАО.

2. Введение дополнительных требований, предъявляемых к фондам недвижимости или их аналогам. Большое количество специализированных фондов,

обслуживающих интересы строительных и девелоперских организаций, дискредитирует всю отрасль коллективных инвестиций в глазах органов законодательной и исполнительной власти РФ, российских и иностранных инвесторов. По этой причине введение требований к минимальному количеству участников фондов, частоте распределения ими прибыли среди пайщиков, раскрытию информации сыграло бы положительную роль в развитии рынка ЗПИФов недвижимости и неприменении данной формы коллективных инвестиций для оптимизации налогообложения строительных и девелоперских организаций.

3. Введение возможности «внутреннего управления» институтами коллективных инвестиций. На сегодняшний день управление ПИФаами осуществляет внешний управляющий (управляющая компания), который совершает все юридические и фактические действия с имуществом фонда. При этом владельцы инвестиционных паев фондов зачастую не имеют возможности повлиять на инвестиционную политику управляющего. Принимая во внимание, что коллективное инвестирование в недвижимость предусмотрено в России исключительно через конструкцию закрытого ПИФа недвижимости, а не открытого или интервального, владельцы инвестиционных паев при определенном развитии событий могут стать заложниками ситуации, когда управляющая компания проводит неразумную политику в отношении активов фонда. При этом досрочная ликвидация фонда или передача его другой управляющей компании не всегда смогут разрешить данную ситуацию. Поэтому введение возможности «внутреннего управления» фондом, когда он может самостоятельно заключать сделки и его управляющий назначается общим собранием владельцев инвестиционных паев, повысило бы степень влияния пайщиков на свои инвестиции и могло бы стать стимулом для развития отрасли.

Третья группа проблем, исследованных в диссертации, связана с определением перспектив рынка закрытых паевых инвестиционных фондов недвижимости в процессе реализации утвержденной Правительством РФ стратегии развития финансового рынка России на период до 2020 года.

Существующий в настоящее время в России рынок коллективных инвестиций является типичным развивающимся рынком. Он характеризуется, с одной стороны, высокими темпами позитивных количественных и качественных изменений, с другой стороны - наличием многочисленных проблем, препятствующих более эффективному его развитию.

Анализ мирового опыта функционирования пассивных инвестиционных фондов и их аналогов, рассчитанных на привлечение средств частных инвесторов, показывает, что все страновые рынки коллективных инвестиций можно разделить на три группы:

Офшорные международные центры. Яркими представителями данной группы являются Люксембург, Ирландия и Гонконг, играющие роль международных офшоров для глобальных инвестиционных фондов. Эти страны характеризуются высоким уровнем развития фондового рынка. Уникальность этих стран для акционеров (пайщиков) международных фондов состоит в льготном режиме налогообложения, упрощенной регистрации фондов, стабильности условий ведения бизнеса. Анализ данных информационного ресурса EmergingPortfolio.com показывает, что больше активов международных фондов, инвестирующих в Россию, приходится на фонды, зарегистрированные в Люксембурге. Это может свидетельствовать о том, что российские инвесторы в стремлении снизить политические риски и налоговое бремя предпочитают создавать фонды за рубежом и уже через них вкладывать средства в российские активы.

Интересно, что если Люксембург уже очень давно является центром притяжения международных инвестиционных фондов, то Ирландия и Гонконг стали такими центрами лишь за последние 10–15 лет. В Ирландии доля инвестиционных фондов в ВВП выросла с 10,6% в 1996 г. до 349,3% в 2006 г.¹. Доля гонконгских инвестиционных фондов в ВВП выросла с 16% в 1992 г. до 333,0% в 2006 г.². Основной причиной этому стали изменения законодательства, создавшие благоприятный инвестиционный климат для иностранных инвесторов.

Страны с высоким уровнем развития инвестиционных фондов. К этой группе можно отнести большинство стран Западной Европы, а также США, Канаду, Южную Корею, Бразилию, Новую Зеландию, в которых доля стоимости чистых активов инвестиционных фондов (далее – СЧА) в ВВП варьируется в диапазоне от 10 до 100%. Средний уровень доли СЧА инвестиционных фондов в ВВП по этим странам за последние 15 лет составляет 26,5%.

В большинстве этих государств имеется активный фондовый рынок, играющий важную роль в национальной экономике и инвестициях. Несмотря на то, что показатели капитализации фондового рынка и ликвидности в среднем по данным

¹ По данным Доклада НАУФОР «Российский фондовый рынок и создание международного финансового центра», Москва, 2008 г.

² Там же

странам уступают первой группе стран, они в целом находятся на весьма высоком уровне.

В этих странах активы инвестиционных фондов весьма чувствительны к доходности национальных фондовых рынков. Этим в значительной мере объясняется заметная в последние годы тенденция уменьшения доли инвестиционных фондов в ВВП в ряде европейских государств — Нидерландах, Греции, Дании, Португалии и Испании.

Страны с умеренным уровнем развития инвестиционных фондов. К ним относятся страны Восточной и Центральной Европы, а также Норвегию, Чили, Турцию, Аргентину, у которых доля инвестиционных фондов в ВВП составляет от 1 до 10%.

Во многих из указанных стран значительную роль в привлечении сбережений и в инвестициях играет национальный (Германия, Япония, Турция, Финляндия, Норвегия) или иностранный (Словакия, Польша, Чехия, Аргентина) банковский капитал, либо система накопительных пенсионных фондов (например, Чили). В этих странах показатели относительной капитализации и ликвидности фондового рынка обычно заметно ниже стран из первой и второй групп. В данной группе стран инвестиционные фонды, как правило, играют меньшую роль в экономике и сбережениях по сравнению с другими группами финансовых посредников.

Современный уровень развития рынка коллективных инвестиций России не позволяет причислить ее ни к одной из вышеперечисленных групп. Относительный показатель уровня развития инвестиционных фондов в РФ близок к нулю, а, следовательно, стране еще предстоит присоединение к одной из трех вышеперечисленных групп.

В этой связи будущее отрасли во многом будет зависеть от государственной политики РФ. В 2008 году Правительство РФ утвердило стратегию развития финансового рынка России на период до 2020 года. В документе отмечается, что целью совершенствования регулирования и развития рынка ценных бумаг на среднесрочную и долгосрочную перспективу является его превращение в важнейший фактор повышения конкурентоспособности российской экономики. Это требует отладки рыночных механизмов привлечения инвестиций, обеспечивающих развитие инноваций и инфраструктуры, реализацию проектов по модернизации экономики, а также повышение эффективности исполнения государственных функций по защите прав и законных интересов участников финансового рынка, по предупреждению и предотвращению недобросовестной практики и нарушений законодательства на рынке

ценных бумаг. Все это является основой формирования в России одного из ведущих мировых финансовых центров.

В отношении рынка коллективных инвестиций в недвижимость помимо решения инфраструктурных проблем функционирования ПИФов наиболее важной задачей является привлечение средств частных инвесторов. В настоящее время существует множество предложений от участников рынка коллективных инвестиций, нацеленных на решение этой задачи, однако необходимыми и ключевыми являются следующие дополнения и изменения в действующий порядок работы ЗПИФов недвижимости:

Налоговое стимулирование. Без совершенствования налогообложения невозможно качественно повысить ликвидность рынка финансовых инструментов повысить привлекательность долгосрочных инвестиций, расширить спектр инструментов, обращающихся на российском финансовом рынке, перечень операций и оказываемых услуг, создать условия для преимущественного развития организованного рынка финансовых инструментов. Граждане должны быть освобождены от налога на доходы в части долгосрочных инвестиций в паевые инвестиционные фонды, а также от налога на промежуточные выплаты дохода в закрытом пассивном инвестиционном фонде. Данная мера будет наиболее эффективной для привлечения средств граждан в инвестиционные фонды, в том числе ЗПИФы недвижимости, поскольку значительно повысит доходность таких вложений по сравнению с другими альтернативными направлениями инвестирования, которые обычно рассматривают граждане. Также стимулирующее действие окажет изменение порядка расчета налоговой базы по НДФЛ, как то совокупный расчет финансового результата по всем инструментам рынка ценных бумаг (в настоящее время сумма НДФЛ от сделок с инвестиционными паями считается отдельно от суммы НДФЛ по операциям с другими инструментами фондового рынка), увеличение налогового периода по сделкам с ценными бумагами с одного до трех лет.

Создание компенсационного фонда. Эта система должна быть построена на принципах обязательного страхования, предполагающего по аналогии с механизмом страхования банковских вкладов нормативные отчисления средств управляющими компаниями пассивных инвестиционных фондов, например, в Агентство по страхованию вкладов. Подобная система необходима для компенсации убытков граждан в случае банкротства или недобросовестных действий управляющих компаний, если в результате этого возникают значительные убытки в ПИФах под ее управлением. При

этом компенсационный фонд не должен использоваться для компенсации убытков, вызванных действием рыночных факторов. Сумма убытков граждан, которая может быть возмещена компенсационным фондом, должна быть ограничена в сопоставимых размерах возмещением при страховании банковских вкладов. Существование компенсационного фонда обычно позитивно воспринимается населением и является дополнительным стимулом для вложения средств в паевые инвестиционные фонды.

Создание института инвестиционного (финансового) консультанта. В диссертации предлагается введение требования о лицензировании деятельности по инвестиционному консультированию - услугам, предполагающим рекомендации по выбору паевых инвестиционных фондов и операциям с ними. Введение данного вида деятельности не предполагает запрета на оказание соответствующих услуг в отношении других финансовых инструментов, например ОФБУ, однако требует обеспечения независимости и объективности рекомендаций, предоставляемых инвестиционными консультантами. Для этого необходимо введение особых требований к квалификации и раскрытию информации инвестиционными консультантами и, что самое главное, требований, регулирующих конфликт интересов инвестиционных консультантов, в частности, правил получения вознаграждения.

Создание института инвестиционного консультанта является одним из лучших способов продвижения финансовых услуг населению, поскольку повышает качество инвестиционных услуг, дает реальную возможность для осуществления такой деятельности небольшими региональными компаниями, которые в большинстве случаев пользуются большим доверием населения, проживающего на данной территории. Широкая сеть независимых инвестиционных консультантов существенно снижает издержки управляющих компаний, требующиеся для поддержания собственной филиальной сети или сети агентов, а значит издержки конечных инвесторов - граждан, желающих приобрести инвестиционные паи паевых инвестиционных фондов.

Повышение роли саморегулируемых организаций в деятельности управляющих компаний. Повышение уровня защиты инвестиций граждан требует мобилизации всех регулятивных механизмов, существующих сегодня на рынке коллективных инвестиций. Одним из наиболее эффективных шагов в этом направлении должно стать введение обязательного для управляющих компаний членства в саморегулируемых организациях (далее – СРО). Тогда СРО получили бы реальную возможность принимать меры по обеспечению качества предоставляемых населению услуг, а также

финансовой устойчивости управляющих, дополняя меры государственного регулирования мерами саморегулирования. Мировой опыт свидетельствует, что на СРО может быть возложено внедрение наилучшей практики взаимоотношений с клиентами, в том числе уровень клиентского сервиса, добросовестность в деятельности.

Большинство из перечисленных выше мер привлечения активов населения в паевые инвестиционные фонды в той или иной форме включены в правительственную стратегию развития фондового рынка в долгосрочной перспективе. Их реализация, равно как и ряда других инициатив, направленных на приведение инфраструктуры российского рынка ценных бумаг к мировым стандартам, позволит в несколько раз увеличить капитализацию российских компаний, ликвидность фондового рынка, и интерес розничных инвесторов к нему. Об этом свидетельствуют прогнозные данные принятой Правительством РФ Стратегии развития финансового рынка Российской Федерации на период до 2020 года, приведенные в таблице 1:

Таблица 1

Целевые показатели роста российского фондового рынка в долгосрочной перспективе

Показатель	2007	2012	2020
Капитализация публичных компаний, трлн. руб.	32,3	84	170
Соотношение капитализации к ВВП, в %	97,8	130	110
Биржевая торговля акциями, трлн. руб.	31,4	78	240
Активы паевых инвестиционных фондов, трлн. руб.	0,8	5,8	17
Годовой объем публичных размещений акций на внутреннем рынке по рыночной стоимости, в трлн. руб..	0,7	1,4	3
Количество розничных инвесторов на рынке ценных бумаг, млн. человек	0,8	8,3	20
Доля иностранных ценных бумаг в обороте российских бирж, %	0	4	12

Источник: Стратегия развития финансового рынка Российской Федерации на период до 2020 года, утвержденная Правительством РФ.

В случае достижения фондовым рынком, частью которого является рынок коллективных инвестиций, таких показателей наиболее реалистичным ориентиром для

роста инвестиционных фондов в России станет модель развития японского и немецкого фондового рынка, предполагающая достижение доли инвестиционных фондов в ВВП на уровне 10–15%. Данный уровень, следовательно, можно принять в качестве целевого ориентира развития индустрии инвестиционных фондов на ближайшее десятилетие.

Такая цель означает, что за 12 полных лет СЧА розничных ПИФов должны вырасти в 65–77 раз. При этом в год СЧА ПИФов должны увеличиваться примерно на 37–39%. Несмотря на столь высокие темпы роста, такая задача представляется вполне реальной, поскольку в течение 1999–2007 гг. среднегодовые темпы роста розничных фондов в России составили около 60%. Таким образом, при условии сохранения сложившихся темпов роста СЧА ПИФов, ориентированных на розничного инвестора, к 2020 г. может быть обеспечен их выход на указанные целевые рубежи.

Данная задача вполне по силам российскому рынку ценных бумаг также с позиций оценки международного опыта. За предшествующие 10 лет несколько стран имели ежегодные темпы роста инвестиционных фондов свыше 45%, включая Румынию (80,4%), Польшу (67,7%), Австралию (62,9%), Филиппины (58,6%), Ирландию (55,4%), Турцию (51,5%), Аргентину 47,3% и Чехию (47,7%)³.

Таким образом, поскольку степень развитости и востребованности паевых инвестиционных фондов среди населения является одним из показателей степени развитости рынка ценных бумаг государства в целом, участникам рынка коллективных инвестиций совместно с органами государственной власти предстоит проделать большую работу для повышения социальной и экономической значимости этого института и, как результат, активного участия в создании в Российской Федерации одного из крупнейших финансовых центров мира.

Сегодня можно с уверенностью отметить, что первые шаги в этом направлении уже сделаны. В декабре 2007 года, когда в Федеральный закон «Об инвестиционных фондах» были внесены масштабные изменения, основанные на опыте работы рынков коллективных инвестиций стран Западной Европы, а также на многочисленных предложениях участников данного рынка в России.

Среди достаточно большого перечня изменений следует отметить следующие:

- выделение из существовавшей ранее категории фондов недвижимости категории рентных фондов. Теперь ЗПИФы, основной целью инвестирования которых

³ По данным Доклада НАУФОР «Российский фондовый рынок и создание международного финансового центра», Москва, 2008 г.

является приобретение объектов недвижимости с целью получения по ним рентных платежей, будут создаваться в форме рентных ЗПИФов, а не ЗПИФов недвижимости;

- введение понятия «квалифицированный инвестор» с целью ограничения рисков инвестирования, принимаемых частными лицами, не имеющими опыта работы с инструментами рынка ценных бумаг. Для получения статуса «квалифицированный инвестор» физическое или юридическое лицо должно соответствовать ряду требования, устанавливаемых ФСФР России. Таким инвесторам будут доступны ЗПИФы, инвестирующие средства в наиболее рискованные активы, тогда как предложение таких инструментов инвесторам, не являющимся квалифицированными, строго запрещено.

Новый порядок работы рынка коллективных инвестиций поможет более четко классифицировать фонды недвижимости в зависимости от объектов инвестирования, на которые они нацелены, а также степени риска, принимаемого инвестором при выборе того или иного ЗПИФа. А приведение принципов работы ПИФов к западным стандартам будет способствовать большей интеграции рынка коллективных инвестиций России в мировой финансовый рынок.

В заключении диссертации обобщены результаты проведенного исследования, сформулированы выводы и предложения, касающиеся развития закрытых паевых инвестиционных фондов в России.

Основные положения диссертационного исследования нашли отражение в следующих публикациях:

1. Погосьян В.С. Закрытые паевые инвестиционные фонды недвижимости. Ученые записки Российского государственного социального университета 2007 г. № 3 – 0,4 п.л.
2. Погосьян В.С. Сравнительный анализ экономических характеристик инвестиционных паев ЗПИФа недвижимости. Журнал научных публикаций аспирантов и докторантов 2008 г. № 8 – 0,7 п.л.
3. Погосьян В.С. Основные черты зарубежного рынка коллективных инвестиций в недвижимость. Экономика Социология и Право 2008 г. № 11 – 0,5 п.л.
4. Погосьян В.С. Закрытые паевые инвестиционные фонды недвижимости как инструмент инвестирования на рынке ценных бумаг. Четвертая межвузовская научная конференция (Москва 12 апреля 2007 г.): Современное состояние, институты и тенденции развития. – М.: Издательский дом ГУВШ, 2007. – 0,5 п.л.
5. Погосьян В.С. О развитии паевых инвестиционных фондов недвижимости. Вопросы гуманитарных наук 2008 г. № 6 – 0,4 п.л.

Отпечатано в типографии
ГОУ ВПО «Российской экономической академии
им. Г. В. Плеханова».
Тираж 100 экз. Заказ № 42

102